

瑞纳智能 (301129.SZ) 市场关注焦点问题解答

2022 年 02 月 28 日

——公司深度报告

投资评级: 买入 (维持)
陈宝健 (分析师)
闫宁 (联系人)

chenbaojian@kysec.cn

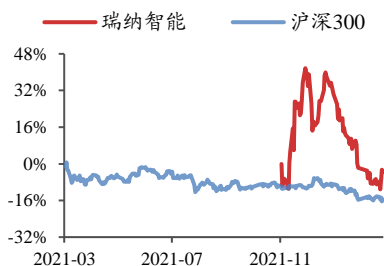
yanning@kysec.cn

证书编号: S0790520080001

证书编号: S0790121050038

日期	2022/2/25
当前股价(元)	62.65
一年最高最低(元)	94.38/55.66
总市值(亿元)	46.15
流通市值(亿元)	11.54
总股本(亿股)	0.74
流通股本(亿股)	0.18
近 3 个月换手率(%)	362.32

股价走势图



数据来源: 聚源

相关研究报告

《公司首次覆盖报告-供热减碳领军企业》-2021.11.16

● 智慧供热整体解决方案提供商

公司是领先的智慧供热整体解决方案提供商,具备一站式解决方案能力。公司市场份额领先,未来有望充分受益于双碳带来的行业景气度提升。我们维持盈利预测不变,预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.80、2.51、3.31 亿元,对应 EPS 分别为 2.44、3.41、4.50 元,对应当前股价 PE 分别为 25.9、18.6、14.1 倍,维持“买入”评级。

● 空间测算: 智慧供热市场规模超千亿

智慧供热市场空间多大? 供热系统建设的需求来自老旧小区的改造和新建小区的建设。我们预计老旧小区供热改造面积约 20 亿平米,每年新增供热面积在 5 亿平米左右。参考国家三供一业改造政策,假设改造费用为 100 元/平米,则存量老旧小区规模 2000 亿元,每年新建小区规模 500 亿元。

● 政策支持: 旧改和双碳双重驱动, 智慧供热正当时

政策的支持力度如何? (1) 城镇旧改: 国家高度重视城镇旧改,2020 年发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》,明确“十四五”期末力争完成改造任务。供热属于配套基础设施,中央财政将重点支持。(2) 供热减碳: 供热领域碳排放总量占全社会碳排放总量近 10%,在双碳背景下,供热环节的减碳节能是必由之路。2022 年 1 月,国务院印发《“十四五”节能减排综合工作方案》,在集体学习时总书记强调实现“双碳”目标的重要性,供热减碳势在必行。

● 竞争优势: 技术领先、客户优质, 行业龙头蓄势待发

公司的核心竞争力怎样? (1) 技术方面,公司在行业深耕多年,积累深厚,主编或参编了多项国家、行业及地方标准,并引入欧洲先进技术,率先应用大数据和 AI 赋能智慧供热;(2) 客户方面,公司对客户需求有深刻的理解,能够及时把握市场变化,产品更贴合客户。公司在供热大省山东市场开拓多年,同时在全国市场持续突破。上市后,品牌知名度和市占率有望持续提升。

● 风险提示: 产业政策变动风险; 技术开发风险; 市场竞争加剧风险。

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	348	416	543	714	945
YOY(%)	68.6	19.4	30.5	31.5	32.3
归母净利润(百万元)	97	130	180	251	331
YOY(%)	126.9	34.1	37.9	39.7	32.0
毛利率(%)	54.8	56.4	57.5	57.8	58.0
净利率(%)	27.9	31.3	33.1	35.1	35.1
ROE(%)	36.5	32.8	31.5	32.9	32.0
EPS(摊薄/元)	1.32	1.77	2.44	3.41	4.50
P/E(倍)	48.0	35.8	25.9	18.6	14.1
P/B(倍)	17.5	11.7	8.1	6.1	4.5

数据来源: 聚源、开源证券研究所

目 录

1、 市场空间：智慧供热市场规模超千亿	3
1.1、 供热是现代化城市重要基础设施	3
1.2、 空间测算：旧改规模 2000 亿，新建规模 500 亿/年	3
2、 政策支持：旧改和双碳双重驱动，智慧供热正当时	6
2.1、 城镇旧改加速推进	7
2.2、 供热减碳势在必行	7
3、 节能效果：公司产品可以直接起到节能降碳的效果	9
4、 竞争优势：技术领先、客户优质，行业龙头蓄势待发	11
4.1、 深耕供热行业，积累深厚	11
4.2、 具备一站式解决方案能力	11
4.3、 拥有优质客户资源	13
5、 盈利预测与投资建议	15
6、 风险提示	15
附：财务预测摘要	16

图表目录

图 1： 城镇集中供热主要分布于北方十五个省、直辖市和自治区	3
图 2： 2021 年新开工老旧小区改造数量为 5.6 万个	4
图 3： 2021 年新开工老旧小区改造惠及居民 965 万户	4
图 4： 2020 年全国住宅集中供热面积近 90 亿平米	5
图 5： 预计存量老旧小区改造规模 2000 亿元，每年新建小区建设规模 500 亿元	5
图 6： 政策明确“十四五”期间老旧小区改造目标	7
图 7： 中央财政将重点支持供热等基础类改造	7
图 8： 供热改造是“2030 碳达峰”重要一环	8
图 9： 传统供热数字化水平低，供热过程存在热量损耗和浪费	9
图 10： 公司通过软硬件一体化的智慧供热整体解决方案实现智慧供热	10
图 11： 公司产品可以直接起到节能降碳的效果	10
图 12： 公司深耕供热行业 20 余年	11
图 13： “产品+方案+服务”软硬一体化解决方案，解决客户痛点	12
图 14： 2020 年山东省供热面积达 15.93 亿平米	13
图 15： 2020 年山东省电力、热力生产企业数量位列全国第一	13
图 16： 2020 年来自山东省收入达 2.81 亿元	14
图 17： 2020 年山东省收入占比达 68%	14
图 18： 公司累计服务超 100 家热力公司	14
表 1： 集中供热地区改造小区数占全国约 50%	4
表 2： 国家推出一系列政策推进供热改造和供热减碳	6
表 3： 《“十四五”节能减排综合工作方案》多处提到供热减碳	8
表 4： 智慧供热的核心是按需供热	9
表 5： 供热领域有四类供应商	12

1、市场空间：智慧供热市场规模超千亿

1.1、供热是现代化城市重要基础设施

供热是现代化城市重要基础设施。供热是以热水或蒸汽作为热媒，由热源通过城市热网向用户提供生产、生活用热的方式。我国的供热行业是从为工业企业供热逐渐向城市集中供热发展而来。

供热行业自 20 世纪 50 年代起步，加速于 80 年代中期供热行业体制改革，但总体滞后于经济体制改革。2003 年 7 月，原建设部、国家发改委等八部委联合发布《关于城镇供热体制改革试点工作的指导意见》，明确提出“稳步推进城镇用热商品化、供热社会化”，“停止福利供热，实行用热商品化、货币化”。至此，集中供热市场化进程正式启动，城市集中供热得到快速发展。

我国城镇集中供热主要分布于“三北”（东北、华北、西北）十三个省、直辖市和自治区，以及山东、河南两省。其中，寒冷区域（华北、山东、河南等区域）采暖季一般为每年的十一月中旬至次年的三月中旬之间，严寒地区（东北、西北等区域）采暖季一般为每年十月中旬至次年四月中旬。

图1：城镇集中供热主要分布于北方十五个省、直辖市和自治区



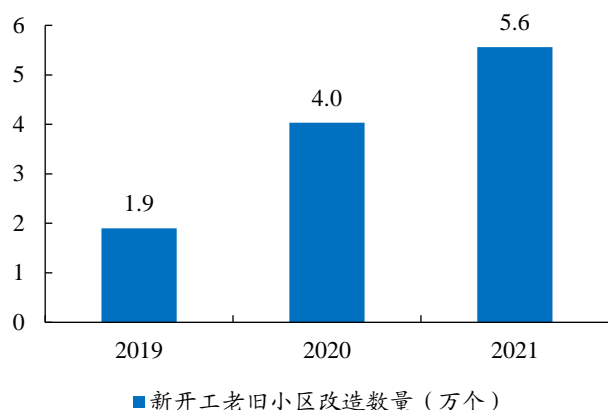
资料来源：CHIC

供热分为“供热——换热——用户”三个环节。供热站提供热源，并把热源热量通过一级管网输送到换热站；换热站的功能是温度转换，把一次网得到的热量转换为用户需要的生活用水及采暖用水。

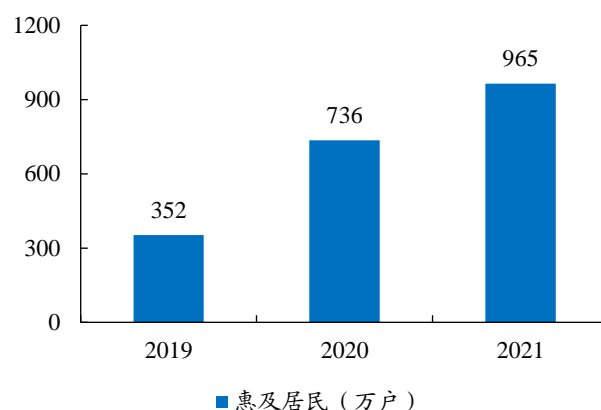
1.2、空间测算：旧改规模 2000 亿，新建规模 500 亿/年

供热系统建设的需求来自老旧小区改造和新建小区的建设。

老旧小区：据住建部初步统计，全国共有老旧小区近 17 万个，涉及居民超过 4200 万户，建筑面积约为 40 亿平方米。2020 年，国务院发布全面推进城镇老旧小区的改造的指导意见，要求到“十四五”期末（即 2025 年），力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。根据住建部数据，2019-2021 年新开工老旧小区改造数量分别为 1.9、4.0、5.6 万个，惠及居民分别为 352、736、965 万户。

图2：2021年新开工老旧小区改造数量为5.6万个


数据来源：住建部、开源证券研究所

图3：2021年新开工老旧小区改造惠及居民965万户


数据来源：住建部、开源证券研究所

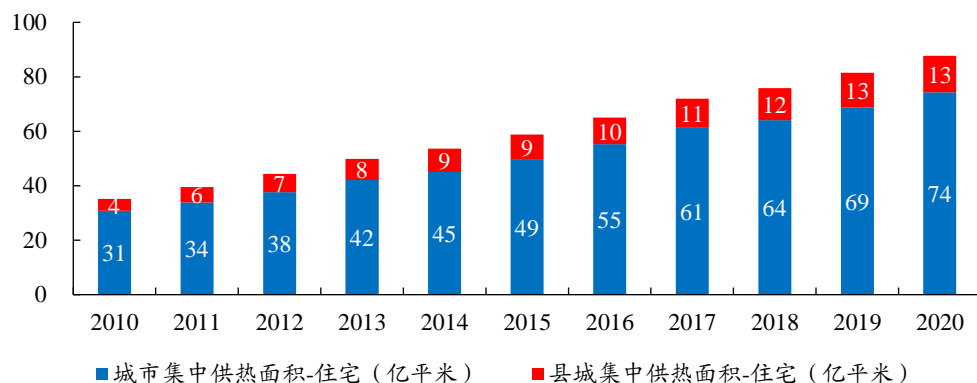
我们预计老旧小区供热改造面积约20亿平米。考虑到只有北方城市需要集中供热，根据住建部规划，北方集中供暖城市的新开工改造小区数占比约50%。我们假设不同地区小区平均面积相等，那么老旧小区需改造供热系统的建筑面积约20亿平米（40亿平米*50%）。

表1：集中供热地区改造小区数占全国约50%

新开工改造小区数 (个)	2020 年	2021 年
北京	181	193
天津	49	145
河北	1941	3057
山西	946	1866
内蒙古	1018	1698
辽宁	894	1246
吉林	1948	1623
黑龙江	1147	1439
山东	1745	3485
河南	5560	3777
陕西	2943	3622
甘肃	1020	2126
青海	505	488
宁夏	265	390
新疆	1093	1714
以上合计	21255	26869
在全国占比	52.8%	49.8%
全国合计	40279	53988

数据来源：住建部、开源证券研究所

新建小区：每年新增供热面积约5亿平米。就住宅供热面积来看，2020年城市和县城存量供热面积为87亿平米，每年新增面积在5亿平米左右。

图4：2020年全国住宅集中供热面积近90亿平米


数据来源：住建部、开源证券研究所

改造单价：根据以国家三供一业改造政策为借鉴，居民小区供热系统改造标准约120元/平米（9600元/户），小区内的供热设施设备占比较高，一般为60-80元/平米。

市场空间：根据我们测算，预计存量老旧小区改造规模约2000亿元，每年新建小区建设规模约500亿元。

（1）老旧小区：老旧小区需改造供热系统的建筑面积约20亿平米，假设改造费用为100元/平米，因此老旧小区的供热系统改造空间约为2000亿元。

（2）新建小区：全国住宅集中供热面积稳定增长，我们假设每年新增供热面积5亿平米，假设改造费用为100元/平米，新建小区每年供热系统建设空间约500亿元。

图5：预计存量老旧小区改造规模2000亿元，每年新建小区建设规模500亿元

供热系统市场空间				
老旧小区	老旧小区面积		供热地区占比	改造单价
2000亿元	约40亿平米	×	约50%	约100元/平米
新建小区	每年新增供热面积			改造单价
500亿元/年	约5亿平米/年		×	约100元/平米

资料来源：住建部、开源证券研究所

2、政策支持：旧改和双碳双重驱动，智慧供热正当时

国家陆续推出一系列政策推进供热系统的建设。梳理下来，主要有两个方向：一是从老旧小区改造的角度，推进供热设备的改造；二是从节能减碳的角度，推进供热系统的智能化水平，实现节能降碳。

表2：国家推出一系列政策推进供热改造和供热减碳

发布时间	发布部门	政策名称	政策内容
2022 年 1 月	国务院	《“十四五”节能减排综合工作方案》	到 2025 年，全国单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%，能源消费总量得到合理控制，化学需氧量、氨氮、氮氧化物、挥发性有机物排放总量比 2020 年分别下降 8%、8%、10%以上、10%以上。节能减排政策机制更加健全，重点行业能源利用效率和主要污染物排放控制水平基本达到国际先进水平，经济社会发展绿色转型取得显著成效。
2021 年 10 月	国务院	《2030 年前碳达峰行动方案》	积极推进供热改造 ，推动煤电向基础保障性和系统调节性电源并重转型；实施城市节能降碳工程，开展建筑、交通、照明、供热等基础设施节能升级改造，推进先进绿色建筑技术示范应用，推动城市综合能效提升；加快推进居住建筑和公共建筑节能改造， 持续推动老旧供热管网等市政基础设施节能降碳改造。提升城镇建筑和基础设施运行管理智能化水平，加快推广供热计量收费和合同能源管理 ，逐步开展公共建筑能耗限额管理。到 2025 年，城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准。
2020 年 12 月	住建部	《关于加强城市地下市政基础设施建设的指导意见》	完善城市管道燃气、 集中供热 、供水等管网建设，降低城市公共供水管网漏损率，促进能源和水资源节约集约利用，减少环境污染。
2020 年 7 月	国务院	《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》	明确工作目标：2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个，涉及居民近 700 万户；到 2022 年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制； 到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。
2019 年 4 月	住建部 发改委 财政部	《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》	明确老旧小区改造内容包括：小区内道路、供排水、供电、供气、 供热 、绿化、照明、围墙等基础设施的更新改造；与小区直接相关的城市、县城（城关镇）道路和公共交通、通信、供电、供排水、供气、 供热 、停车库（场）、污水与垃圾处理等基础设施的改造提升。
2019 年 2 月	发改委	《绿色产业指导目录（2019 年版）》	将 热力计量设备、节能自控设备生产制造、城镇集中供热管网节能改造 等均列入了绿色产业指导目录中，为供热节能行业创造了良好的政策环境。
2018 年 7 月	国务院	《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	积极推行节能环保整体解决方案，加快发展合同能源管理、环境污染第三方治理和社会化监测等新业态，培育一批高水平、专业化节能环保服务公司。完善各类园区集中供热设施。

资料来源：国务院、住建部、发改委、开源证券研究所

2.1、城镇旧改加速推进

城镇老旧小区改造是非常重要的民生工程，也是扩大投资激发内需的重要举措。国家层面高度重视：

(1) 2017 年底，住建部在厦门、广州等 15 个城市启动改造试点。截至 2018 年 12 月，试点城市共改造老旧小区 106 个，惠及 5.9 万户居民，形成了一批可复制可推广的经验。

(2) 2019 年，《政府工作报告》对城镇老旧小区改造作出部署；三部门共同印发《关于做好 2019 年老旧小区改造工作的通知》，开始全面推进城镇老旧小区改造。

(3) 2020 年，国务院发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，明确工作目标。要求到“十四五”期末（2025 年），结合各地实际，力争基本完成 2000 年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。

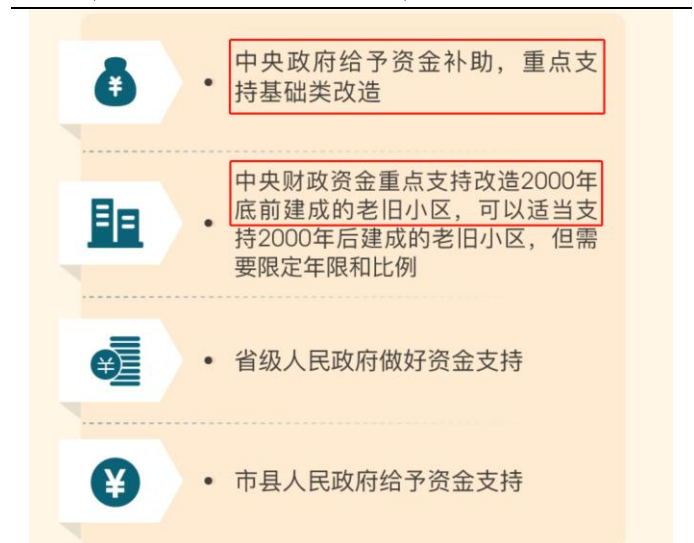
中央财政将重点支持供热等基础类改造。根据政策要求，改造内容分为基础类（供水、供电、供热等）、完善类（绿化、照明、停车等）、提升类（社区服务、卫生服务、教育设施等）三类。供热属于为满足居民安全需要和基本生活需求的配套基础设施，中央财政将重点支持。

图6：政策明确“十四五”期间老旧小区改造目标



资料来源：中国政府网

图7：中央财政将重点支持供热等基础类改造



资料来源：中国政府网

2.2、供热减碳势在必行

清洁供热产业委员会主任周宏春曾表示，中国供热领域碳排放总量占全社会碳排放总量近 10%（在碳排放单项中排名前列），供热环节的减碳节能是必由之路。

(1) 2019 年 2 月，发改委发布《绿色产业指导目录（2019 年版）》，将热力计量设备、节能自控设备生产制造、城镇集中供热管网节能改造等均列入了绿色产业指导目录中，为供热节能行业创造了良好的政策环境。

(2) 2021 年 10 月，国务院发布《2030 年前碳达峰行动方案》，明确指出：“十四五”期间，煤炭消费增长得到严格控制；“十五五”期间，重点耗能行业能源利用效率达到国际先进水平。“积极推进供热改造”列于“碳达峰十大行动”第一条第 1 点，是实现“2030 碳达峰”重要一环。

图8: 供热改造是“2030 碳达峰”重要一环

1. 推进煤炭消费替代和转型升级。加快煤炭减量步伐,“十四五”时期严格合理控制煤炭消费增长,“十五五”时期逐步减少。严格控制新增煤电项目,新建机组煤耗标准达到国际先进水平,有序淘汰煤电落后产能,加快现役机组节能升级和灵活性改造,积极推进供热改造,推动煤电向基础保障性和系统调节性电源并重转型。严控跨区外送可再生能源电力配套煤电规模,新建通道可再生能源电量比例原则上不低于50%。推动重点用煤行业减煤限煤。大力推动煤炭清洁利用,合理划定禁止散烧区域,多措并举、积极有序推进散煤替代,逐步减少直至禁止煤炭散烧。

资料来源: 国务院《2030 年前碳达峰行动方案》

(3) 2022 年 1 月, 国务院印发《“十四五”节能减排综合工作方案》, 明确要求到 2025 年, 全国单位国内生产总值能源消耗比 2020 年下降 13.5%, 重点工程中多处提到供热减碳。

表3: 《“十四五”节能减排综合工作方案》多处提到供热减碳

重点工程	工作要求
园区节能环保提升工程	引导工业企业向园区集聚, 推动工业园区能源系统整体优化和污染综合整治, 鼓励工业企业、园区优先利用可再生能源。以省级以上工业园区为重点, 推进供热、供电、污水处理、中水回用等公共基础设施共建共享, 对进水浓度异常的污水处理厂开展片区管网系统化整治, 加强一般固体废物、危险废物集中贮存和处置, 推动挥发性有机物、电镀废水及特征污染物集中治理等“绿岛”项目建设。到 2025 年, 建成一批节能环保示范园区。
城镇绿色节能改造工程	全面推进城镇绿色规划、绿色建设、绿色运行管理, 推动低碳城市、韧性城市、海绵城市、“无废城市”建设。全面提高建筑节能标准, 加快发展超低能耗建筑, 积极推进既有建筑节能改造、建筑光伏一体化建设。因地制宜推动北方地区清洁取暖, 加快工业余热、可再生能源等在城镇供热中的规模化应用。实施绿色高效制冷行动, 以建筑中央空调、数据中心、商务产业园区、冷链物流等为重点, 更新升级制冷技术、设备, 优化负荷供需匹配, 大幅提升制冷系统能效水平。实施公共供水管网漏损治理工程。到 2025 年, 城镇新建建筑全面执行绿色建筑标准, 城镇清洁取暖比例和绿色高效制冷产品市场占有率大幅提升。
公共机构能效提升工程	加快公共机构既有建筑围护结构、供热、制冷、照明等设施设备节能改造, 鼓励采用能源费用托管等合同能源管理模式。率先淘汰老旧车, 率先采购使用节能和新能源汽车, 新建和既有停车场要配备电动汽车充电设施或预留充电设施安装条件。推行能耗定额管理, 全面开展节约型机关创建行动。到 2025 年, 创建 2000 家节约型公共机构示范单位, 遴选 200 家公共机构能效领跑者。
煤炭清洁高效利用工程	要立足以煤为主的基本国情, 坚持先立后破, 严格合理控制煤炭消费增长, 抓好煤炭清洁高效利用, 推进存量煤电机组节煤降耗改造、供热改造、灵活性改造“三改联动”, 持续推动煤电机组超低排放改造。稳妥有序推进大气污染防治重点区域燃料类煤气发生炉、燃煤热风炉、加热炉、热处理炉、干燥炉(窑)以及建材行业煤炭减量, 实施清洁电力和天然气替代。推广大型燃煤电厂热电联产改造, 充分挖掘供热潜力, 推动淘汰供热管网覆盖范围内的燃煤锅炉和散煤。加大落后燃煤锅炉和燃煤小热电退出力度, 推动以工业余热、电厂余热、清洁能源等替代煤炭供热(蒸汽)。到 2025 年, 非化石能源占能源消费总量比重达到 20%左右。“十四五”时期, 京津冀及周边地区、长三角地区煤炭消费量分别下降 10%、5%左右, 汾渭平原煤炭消费量实现负增长。

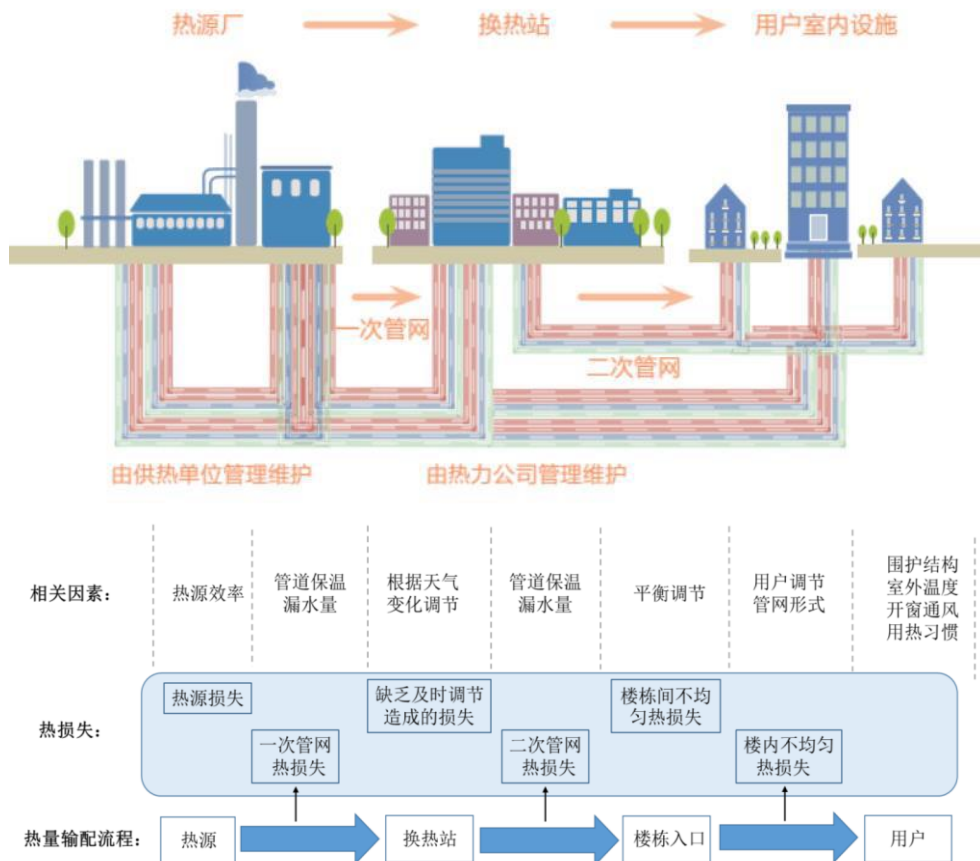
资料来源: 国务院、开源证券研究所

(4) 2022 年 1 月 24 日, 总书记在第三十六次集体学习时强调“将‘双碳’工作相关指标纳入各地区经济社会发展综合评价体系, 增加考核权重, 加强指标约束”, 强调了“双碳”目标的重要性, 增强了推进“双碳”工作的信心。

3、节能效果：公司产品可以直接起到节能降碳的效果

传统供热数字化水平低，供热过程存在热量损耗和浪费。最典型的的就是不同用户温度不均，热源处只能加大总体供热，造成过量供暖，部分用户甚至需要开窗散热；此外，不同时间环境温度不一致，供热系统不能及时调整。

图9：传统供热数字化水平低，供热过程存在热量损耗和浪费



资料来源：公司招股说明书

智慧供热的核心是按需供热。需要实现从户、单元、小区到整个供热区域的能耗需求分析准确、能源分配控制合理、具有自适应和预见能力，在提高用户保障能力的前提下，系统化地节能降耗。

表4：智慧供热的核心是按需供热

智慧供热要求	公司解决方案
掌握用户供热需求规律	公司通过计量管控解决方案可以实时采集用户室内温度，能耗等数据，通过计算可以获得用户的温度习惯及所对应的不同时段能源需求
小区为单位的运行参数制定	公司通过智慧供热管理平台的能耗分析系统对整个小区所有用户的能耗分析计算，可以得出小区的24小时总能量供应曲线
热力站控制	公司研发生产的智能模块化换热机组根据智慧供热管理平台下发的指令，结合自身所采集的现场运行参数，通过智能网关的计算得出设备的运行参数
单元平衡控制	由于小区内每栋楼（单元）离热力站的距离差异及每栋楼不同单元的建筑保温等差异，会造成热量的需求不均，公司通过研发生产的智能水力平衡装置可以根据单元总热量的需求计算和控制达到不同楼栋和单元间的热分配平衡

智慧供热要求

公司解决方案

户平衡控制

同一单元内的用户再次通过公司计量管控系统完成保障户温稳定达标，从而有效降低居民投诉

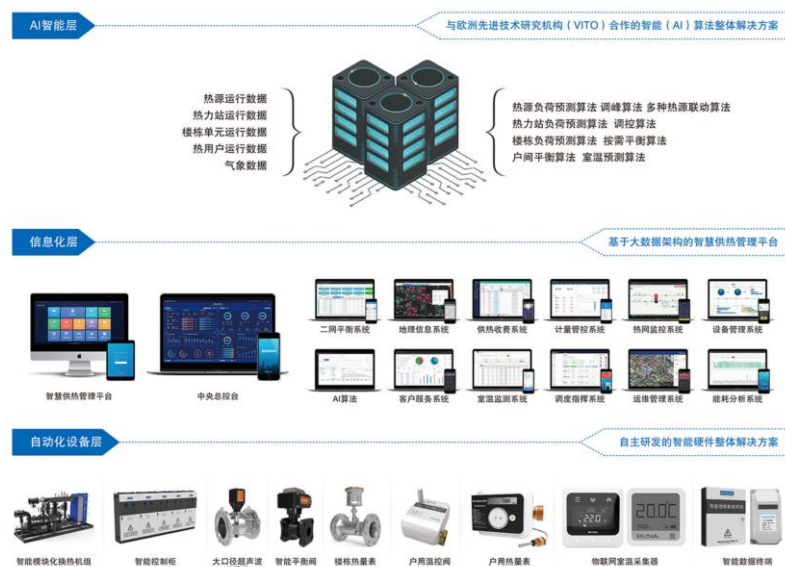
适应天气因素的变化

公司通过智慧供热管理平台的大数据和 AI 算法可以找到不同气象条件下的能耗规律，从而实现依据气象预报提前预测、模拟供热运行方案，达到极端气象条件下的风险预防和经济运行

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司通过软硬件一体化的智慧供热整体解决方案实现智慧供热。物联网设备来监测不同地方的温度，软件平台进行管理和调控。如热平衡管理，在楼栋里的中间户热度高、边户热度低，造成很多浪费，通过热平衡分配到边户，实现平衡。

图10：公司通过软硬件一体化的智慧供热整体解决方案实现智慧供热



资料来源：公司官网

公司产品可以直接起到节能降碳的效果。在全网智能化方面，公司产品可以节省人力 30%-50%，综合节能 10%-30%；在热力站，可以节热 10%-30%、节电 30%-50%；在二次管网平衡，可以节热 5%-20%、节电 30%-50%。山东某热力公司应用公司解决方案后，相比原来的技术方案和建设模式节能效果明显，企业实现扭亏为盈。

图11：公司产品可以直接起到节能降碳的效果



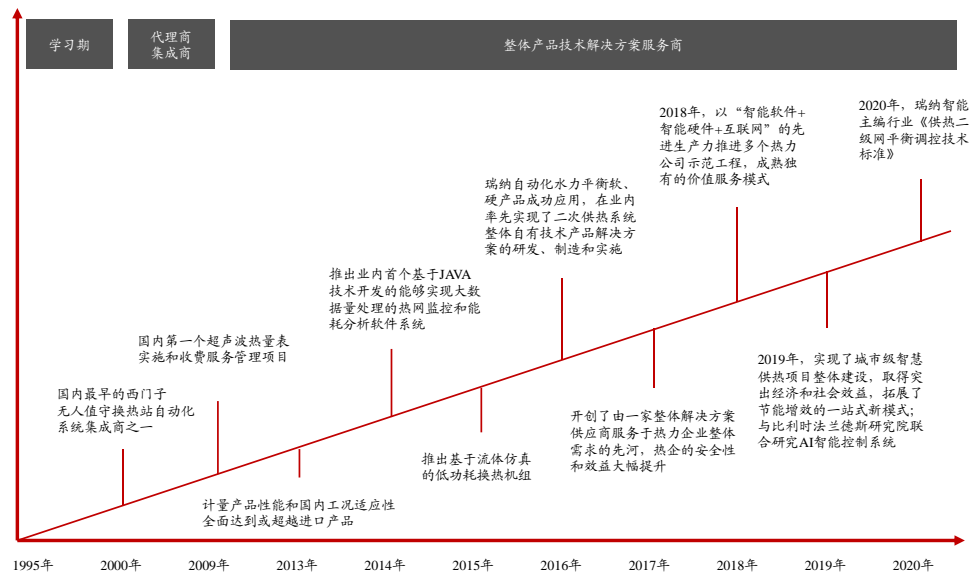
资料来源：公司官网

4、竞争优势：技术领先、客户优质，行业龙头蓄势待发

4.1、深耕供热行业，积累深厚

公司深耕供热行业 20 余年。公司创始人最早从 1995 年开始从事供热行业；2000 年，开始以代理商和集成商的身份代理进口产品，是国内最早的西门子无人值守换热站自动化系统集成商之一。2008 年，瑞纳智能正式成立，凭借对热力行业的理解，公司从代理商和集成商的角色，转变为整体产品技术解决方案服务商。

图12：公司深耕供热行业 20 余年



资料来源：公司官网、开源证券研究所

公司在行业内有深厚积累。历经多年沉淀，已经凝聚了一批具有丰富工作经验和创新能力的技术团队，主编或参编了多项国家、行业及地方标准。2012 年，公司承担国家住建部热计量与节能系统重点科研计划项目并通过验收；2018 年，公司“超声波热量表”项目被评定为全国建设行业科技成果推广项目；2020 年，公司主编行业《供热二级网平衡调控技术标准》，彰显行业地位。

对客户具有深刻理解。经过多年发展，并且经历从代理商到整体解决方案供应商的转变，公司对客户需求和行业发展有深刻的理解，能够及时把握市场变化，产品更贴合客户需求。公司总结大量成功实践，形成标准化流程，将业务范围不断扩大，在北京、威海、枣庄等地设立子公司。

4.2、具备一站式解决方案能力

供热领域有四类供应商：（1）渠道/代理商以及工程商/集成商自身没有产品研发和制造能力，售后支持水平相对较低，并且与其他供应商合作过程中存在扯皮，效率低下；（2）硬件制造商有自己的产品、售后也有保障，由于没有软件产品和方案，与其他供应商合作仍存在扯皮问题，不同品牌的硬件产品与软件存在适配问题；（3）以公司为代表的整体解决方案供应商，自身具备较强的研发能力和制造能力，售后有保证。

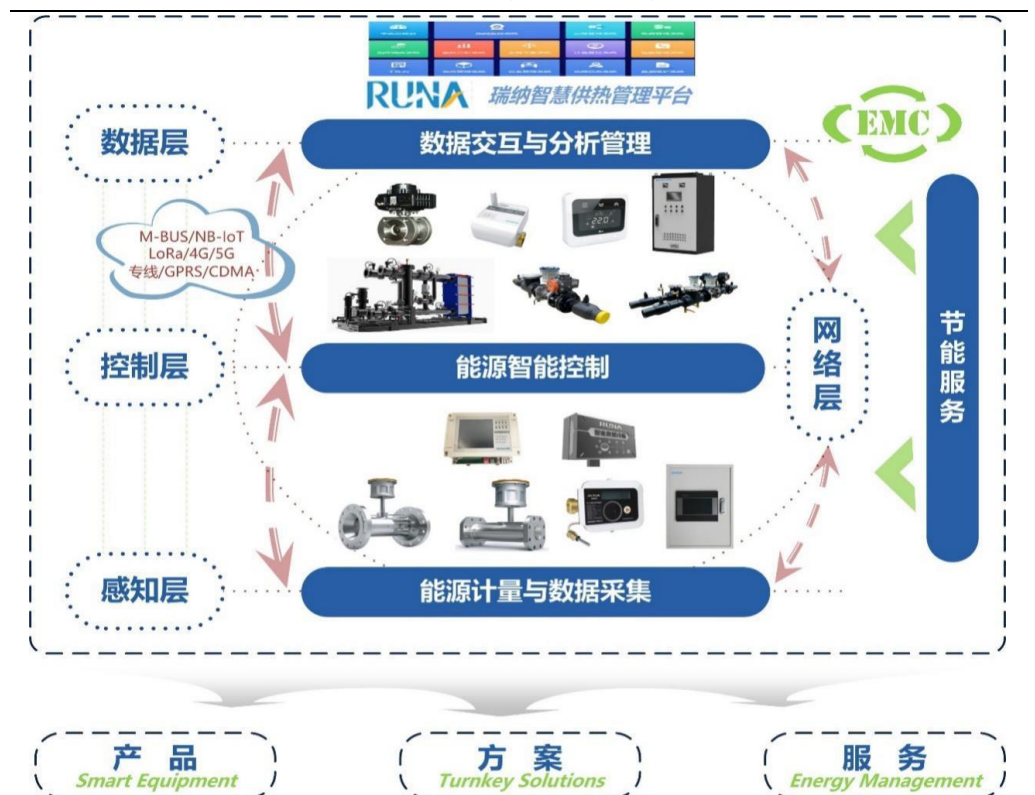
表5：供热领域有四类供应商

	渠道/代理商	工程商、集成商	单项产品制造商	整体解决方案供应商
研发能力	无	无	有	强
制造能力	无	无	有	强
短期售后	有，需厂家支持	有，需厂家支持	有	有
长期售后	弱，超出厂家质保	弱，超出厂家质保	有	强
与其他供应商的合作	有扯皮，效率低	有扯皮，效率低	有扯皮，效率低	无扯皮，效率高
招投标	门槛低、风险高	门槛低、风险高	门槛低、风险高	门槛高、风险低
民生投诉的风险	高	高	低	更低
经济效益	一般	一般	一般	高
环保减排效应	低	低	低	高

资料来源：公司官网、开源证券研究所

热力公司存在软硬件不匹配的痛点。以硬件为主的厂商主要交付热量表等硬件产品，整体解决方案做的少；以软件为主的厂商在交付解决方案时，硬件需要外采，成本相比自产要高。而对于热力公司来说，通常要采购多家的硬件，存在不同硬件与软件平台不匹配的痛点。

公司具备“产品+方案+服务”一站式解决方案，解决客户痛点。（1）产品：覆盖从供热一次管网、热力站、楼栋单元到终端用户的供热核心环节相关产品，以及瑞纳智慧供热管理平台；（2）方案：构建了管网安全监测、热力站智能控制、二网智能平衡、计量管控、室温监测等智慧供热解决方案；（3）服务：为热力公司提供合同能源管理、供热节能运营等供热节能服务。

图13：“产品+方案+服务”软硬一体化解决方案，解决客户痛点


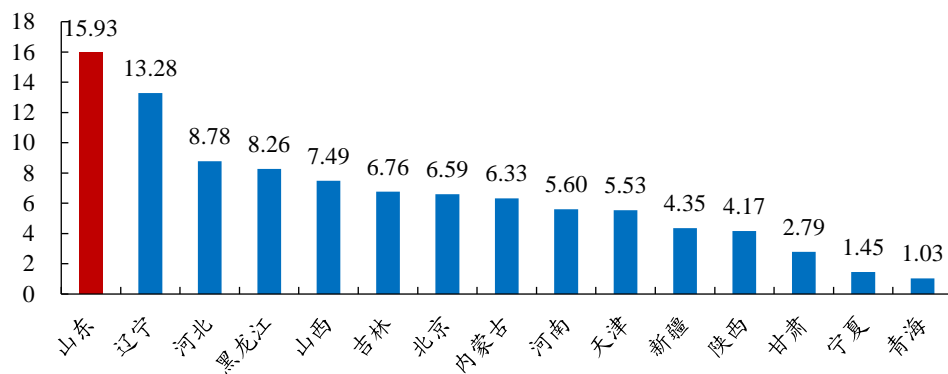
资料来源：公司招股说明书

引入欧洲先进技术，率先应用大数据+AI 赋能智慧供热。我国供热节能产品技术主要源自欧洲，VITO 是欧洲最大的研究技术组织之一，研发领域为新能源、环境保护、新材料等。2020 年 4 月，公司与 VITO 亚洲签订《智能供热控制系统合作协议》，引入“智能热网控制系统”，技术转让费为 1900 万元。智能热网控制系统基于 AI 和自学习算法，可以自动优化不同楼宇、小区的热力资源分配。根据公司招股书披露，欧洲应用“智能热网控制系统”的区域，供暖季期间降低了 12.75% 的供热总量，增加了 37%-49% 的供热容量，节能效果显著。

4.3、拥有优质客户资源

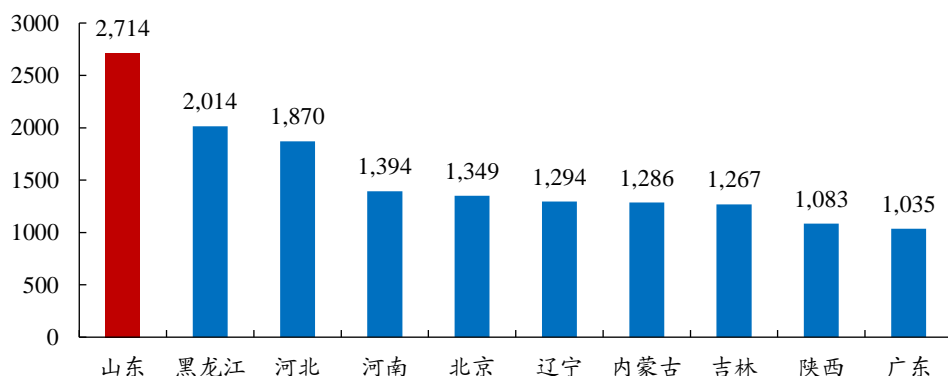
山东是我国供热大省。根据统计局数据，2020 年，在全国 15 个省、市中，山东省供热面积达 15.93 亿平米，位列全国第一。根据企查查数据，2020 年，山东省电力、热力生产企业数量达 2714 家，位列全国第一。

图14：2020 年山东省供热面积达 15.93 亿平米



数据来源：统计局、开源证券研究所

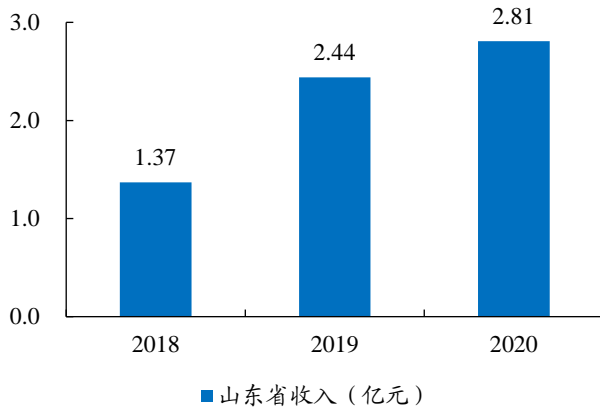
图15：2020 年山东省电力、热力生产企业数量位列全国第一



数据来源：企查查、开源证券研究所

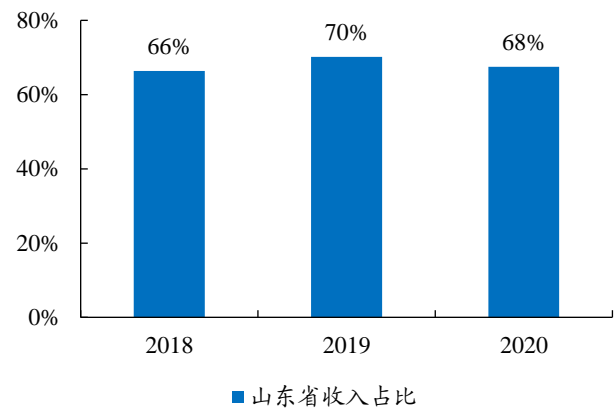
公司在山东市场开拓多年，与热力公司持续合作。山东是我国供热大省，公司在山东开拓多年，对当地市场需求具有深刻的理解。公司成功案例影响较广、口碑较好，得到了市场和客户认可，与山东多家热力公司建立了持续的合作。2020 年，公司来自山东省的收入达 2.81 亿元，占比达 68%。

图16: 2020 年来自山东省收入达 2.81 亿元



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图17: 2020 年山东省收入占比达 68%



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

同时, 公司积极开拓全国市场。巩固新疆、山西市场, 并在天津、北京、湖北、陕西等地取得突破, 累计服务超过 100 家热力公司, 遍及 15 个省、100 余个城市。公司上市后, 整体研发水平与技术实力进一步增强, 品牌知名度和市占率有望持续提升。

图18: 公司累计服务超 100 家热力公司



资料来源: 公司招股说明书

5、盈利预测与投资建议

公司是领先的智慧供热整体解决方案提供商，具备一站式解决方案能力。公司市场份额领先，未来有望充分受益于双碳带来的行业景气度提升。我们维持盈利预测不变，预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.80、2.51、3.31 亿元，对应 EPS 分别为 2.44、3.41、4.50 元，对应当前股价 PE 分别为 25.9、18.6、14.1 倍。我们选取能源 IT 公司朗新科技、恒华科技以及智慧水务公司和达科技作为可比公司，公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平，维持“买入”评级。

表6: 公司 PE 估值低于可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值（亿元）	归母净利润（亿元）			PE		
		2022/02/25	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
300682.SZ	朗新科技	340.5	8.51	10.82	13.74	40.0	31.5	24.8
688296.SH	和达科技	43.0	1.13	1.71	2.53	38.0	25.1	17.0
300365.SZ	恒华科技	56.9	1.43	2.88	4.19	39.9	19.8	13.6
	行业平均	191.7	4.82	6.27	8.14	39.8	30.6	23.6
301129.SZ	瑞纳智能	46.6	1.80	2.51	3.31	25.9	18.6	14.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（朗新科技盈利预测来自开源证券研究所，和达科技、恒华科技盈利预测来自 Wind 一致预期）

6、风险提示

产业政策变动风险；技术开发风险；市场竞争加剧风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	362	498	735	926	1217
现金	120	189	384	517	724
应收票据及应收账款	171	203	231	261	294
其他应收款	3	2	6	4	10
预付账款	2	7	1	10	5
存货	64	66	99	117	167
其他流动资产	2	30	16	18	17
非流动资产	80	141	128	157	191
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	60	61	77	98	125
无形资产	4	5	5	5	5
其他非流动资产	17	74	46	54	61
资产总计	442	639	864	1084	1408
流动负债	175	241	264	287	332
短期借款	18	0	0	0	0
应付票据及应付账款	72	101	129	145	149
其他流动负债	85	139	134	142	183
非流动负债	1	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	1	1	1	1
负债合计	176	241	265	288	333
少数股东权益	0	0	4	9	16
股本	55	55	74	74	74
资本公积	59	63	63	63	63
留存收益	152	279	407	586	823
归属母公司股东权益	266	397	595	787	1060
负债和股东权益	442	639	864	1084	1408

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	89	114	170	225	306
净利润	97	130	183	256	338
折旧摊销	8	9	9	12	16
财务费用	1	0	-3	-8	-11
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-29	-36	-20	-35	-38
其他经营现金流	11	10	2	-0	-0
投资活动现金流	-9	-23	3	-41	-50
资本支出	9	23	17	24	32
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	0	0	20	-17	-19
筹资活动现金流	-36	-25	22	-51	-48
短期借款	-22	-18	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	3	0	18	0	0
资本公积增加	11	4	0	0	0
其他筹资现金流	-27	-11	3	-51	-48
现金净增加额	44	65	195	133	207

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	348	416	543	714	945
营业成本	158	181	231	301	397
营业税金及附加	5	5	6	8	11
营业费用	25	29	37	47	62
管理费用	34	36	45	57	74
研发费用	20	29	37	41	52
财务费用	1	0	-3	-8	-11
资产减值损失	-0	-2	0	0	0
其他收益	14	22	20	27	28
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	113	147	211	294	388
营业外收入	0	3	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	113	150	211	294	388
所得税	16	19	27	38	50
净利润	97	130	183	256	338
少数股东损益	0	0	4	5	7
归母净利润	97	130	180	251	331
EBITDA	118	153	211	293	386
EPS(元)	1.32	1.77	2.44	3.41	4.50

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	68.6	19.4	30.5	31.5	32.3
营业利润(%)	122.3	29.9	43.2	39.7	32.0
归属于母公司净利润(%)	126.9	34.1	37.9	39.7	32.0
获利能力					
毛利率(%)	54.8	56.4	57.5	57.8	58.0
净利率(%)	27.9	31.3	33.1	35.1	35.1
ROE(%)	36.5	32.8	31.5	32.9	32.0
ROIC(%)	33.3	31.5	30.4	31.7	30.9
偿债能力					
资产负债率(%)	39.8	37.8	30.6	26.5	23.6
净负债比率(%)	-38.1	-47.4	-65.9	-66.3	-68.5
流动比率	2.1	2.1	2.8	3.2	3.7
速动比率	1.7	1.6	2.4	2.7	3.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.7	0.7	0.8
应收账款周转率	2.3	2.2	2.5	2.9	3.4
应付账款周转率	2.4	2.1	2.0	2.2	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.32	1.77	2.44	3.41	4.50
每股经营现金流(最新摊薄)	1.21	1.54	2.31	3.05	4.15
每股净资产(最新摊薄)	3.61	5.40	7.83	10.44	14.13
估值比率					
P/E	48.0	35.8	25.9	18.6	14.1
P/B	17.5	11.7	8.1	6.1	4.5
EV/EBITDA	38.5	29.3	20.3	14.2	10.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn